



## La panique de décembre a-t-elle déjà fait place à l'euphorie ?

**Retour modéré de la croissance du PIB (+0.2%) au T4. Nouvelle anomalie sur les taux d'intérêt et nouveaux records pour les actions suisses et l'immobilier titrisé.**

### Points clés

- Retour de la croissance au 4<sup>ème</sup> trimestre 2018
- Hausse du PIB suisse de +0.2% et de +2.5% (yoy)
- Le SECO réduit ses prévisions pour 2019 à +1.1%
- L'industrie manufacturière est le principal moteur de la croissance
- Amélioration des perspectives pour le 2<sup>ème</sup> trimestre 2019
- Les indicateurs avancés restent incertains
- La consommation devrait aussi soutenir le PIB
- Stabilisation du franc suisse favorable au commerce extérieur de la Suisse
- Nouvelle anomalie sur les taux longs
- L'euphorie remplace la panique
- Nouveau record pour les actions suisses
- Nouveau record pour l'immobilier titrisé
- Nous recommandons de réduire la prise de risque

La croissance a été nettement supérieure à la moyenne pendant le premier semestre 2018, tandis que la conjoncture a considérablement ralenti au cours du second semestre. La conjoncture suisse n'a ainsi pas échappé au ralentissement constaté sur le plan international.

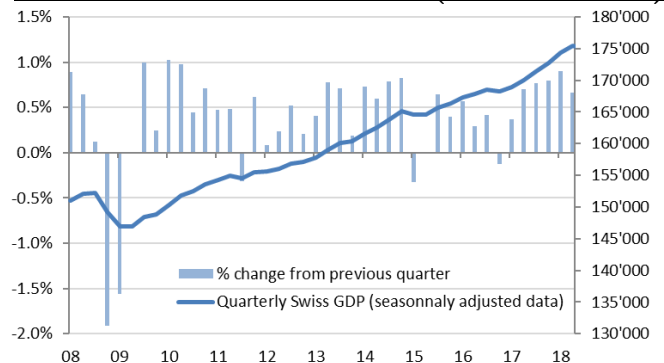
Le PIB nominal du 4<sup>ème</sup> trimestre de la Suisse a avancé de 172.7 milliards à 173.3 milliards de CHF. Sur l'ensemble de l'année, le PIB nominal suisse s'est établi à CHF 689.9 milliards par rapport à 668.6 milliards enregistrés en 2017.

L'économie suisse a ainsi renoué avec une croissance comparable à celle de 2014. Le chemin de croissance semble modéré, mais dans le contexte économique européen difficile du dernier trimestre, la Suisse montre une résilience réjouissante, alors que l'Allemagne évite tout juste une récession au 4<sup>ème</sup> trimestre en enregistrant une croissance de 0% bien en dessous de sa moyenne.

### Retour de la croissance au 4<sup>ème</sup> trimestre 2018

Après la mauvaise surprise du 3<sup>ème</sup> trimestre, le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) a publié les chiffres de croissance de notre pays qui rassurent les observateurs grâce à un retour de la croissance au 4<sup>ème</sup> trimestre 2018. En effet, le PIB de l'économie suisse a enregistré une nouvelle progression bienvenue de +0.2% en données réelles, désaisonnalisées et corrigées des effets calendaires. Après la contraction du trimestre précédent de -0.2%, l'économie suisse évite un second trimestre négatif et peut ainsi terminer l'année 2018 sur une croissance du PIB réel estimée par le SECO de +2.5%. On est loin du résultat exceptionnel de juin 2018 (+3.4%) mais il s'agit tout de même d'un résultat satisfaisant dans un contexte marqué par le ralentissement de l'économie européenne, partenaire économique essentiel de la Suisse.

### Performance de l'économie suisse (PIB en mio CHF)



Sources: SECO, BBGI Group SA

Les prévisions conjoncturelles du Groupe d'experts de la Confédération ont été revues à la baisse dans le contexte toujours très incertain de ce début d'année 2019. La prévision de +1.5% de croissance du PIB a été réduite à +1.1% en raison du tassement de

## **L'activité économique internationale et des effets attendus sur les exportations suisses.**

### **L'industrie manufacturière est le principal moteur de la croissance**

Le PIB réel de l'économie suisse a renoué avec la croissance au 4<sup>ème</sup> trimestre grâce à une reprise modeste de +0.2% du PIB. La demande intérieure est restée relativement stable pendant la période, la hausse du PIB a donc essentiellement été provoquée par une évolution positive des exportations de marchandises et par une contribution favorable de l'industrie manufacturière. L'industrie manufacturière qui avait fléchi de -0.6% au trimestre précédent, s'est nettement reprise au 4<sup>ème</sup> trimestre en enregistrant un résultat de +1.5%, contribuant ainsi positivement à la croissance du PIB. Les rubriques chimie et pharmacie ont connu des développements particulièrement réjouissants. D'autres secteurs de l'industrie comme ceux de l'horlogerie et des instruments de précision ou de l'alimentation ont enregistré des hausses de chiffres d'affaires. Globalement, l'industrie manufacturière a profité d'une amélioration de la demande internationale pour les produits suisses. Cette tendance est mise en évidence par la forte progression de +5.6% des exportations de marchandises.

Le climat de consommation est resté relativement morose et ne montre pas de réelle amélioration de la confiance, mais les ménages privés ont toutefois augmenté de +0.3% leurs dépenses. Un résultat sensiblement meilleur que celui enregistré au 3<sup>ème</sup> trimestre (+0.1%), mais qui est principalement induit par des dépenses de santé. Un marché de l'emploi sain et un taux de chômage au plus bas des dix dernières années ont certainement contribué à l'évolution positive de la consommation, dont la croissance a tout de même été légèrement inférieure à la moyenne.

Les branches des services ont affiché une évolution inégale au 4<sup>ème</sup> trimestre. Alors que la valeur ajoutée s'est de nouveau accrue dans les secteurs de la santé (+0.9 %) et des services proches des entreprises (+0.4 %), elle s'est inscrite à la baisse pour le troisième trimestre consécutif dans le commerce (-0.6 %) : la légère embellie observée dans le commerce de détail n'a pas pu contrebalancer l'affaiblissement dans le commerce de gros. L'évolution négative s'est également poursuivie dans le secteur financier (-0.8 %). Freinée par les exportations de services en recul (-2.6 %) et une demande intérieure finale toujours atone (0.0 %), l'évolution du secteur des services est, dans l'ensemble, restée en deçà de sa moyenne historique.

Les investissements dans la construction ont légèrement diminué (-0.4 %), en raison notamment du recul de l'activité dans le bâtiment. La baisse des investissements

en biens d'équipement a été nettement plus forte (-1.1 %). Celle-ci est en grande partie due à la rubrique volatile de la recherche-développement, mais l'activité d'investissement a également été modeste dans les autres rubriques. La faible demande intérieure s'est traduite par un léger repli des importations de marchandises et de services (-0.5 %).

Sur l'ensemble de l'année 2018, l'estimation provisoire de l'évolution du PIB indique une croissance de +2.5 % du PIB réel. L'industrie manufacturière a été le principal moteur de la croissance. Le secteur a pu profiter d'une forte demande internationale de produits industriels suisses. La plupart des autres branches ont elles aussi connu une évolution positive, avec toutefois une exception de taille : pour la première fois depuis 2011, le commerce a enregistré une baisse de la valeur ajoutée. Le commerce extérieur a livré les principales impulsions à la croissance du côté de la demande. À l'inverse, la demande intérieure a connu une évolution moins dynamique. La croissance de la consommation privée, en particulier, est restée inférieure à la moyenne, freinée par l'évolution modeste du pouvoir d'achat réel. De même, les investissements dans la construction et en biens d'équipement ont perdu de leur élan par rapport à 2017.

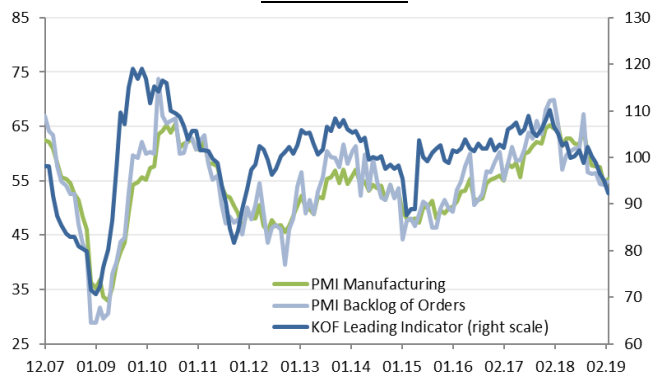
### **Amélioration des perspectives pour le 2<sup>ème</sup> trimestre 2019**

Notre scénario central pour l'économie suisse reste raisonnablement optimiste suite à la reprise pourtant modeste de la croissance au 4<sup>ème</sup> trimestre 2018. Les conditions économiques internationales ont clairement été moins favorables ces derniers mois, en particulier dans la zone euro et en Allemagne plus spécifiquement. Notre économie a pu compter sur une demande extérieure plus soutenue d'autres régions économiques et sur une activité domestique résistante. L'affaiblissement conjoncturel en Allemagne reste encore un facteur d'incertitude au 1<sup>er</sup> trimestre 2019 pouvant affecter négativement le développement de notre commerce extérieur au cours des prochains mois. Cependant nous estimons que les perspectives pour le 2<sup>ème</sup> trimestre 2019 devraient s'améliorer et soutenir la demande de produits et services suisses. L'incertitude reste élevée en l'absence d'un accord commercial entre la Chine et les Etats-Unis. Nous estimons toutefois que les deux partenaires ont intérêt à trouver un arrangement permettant de lever ces doutes et de relancer la confiance, la consommation et l'investissement. La stabilisation du franc suisse contre le dollar proche de la parité et contre l'euro au-dessus de 1.13 sera aussi un facteur favorisant le commerce extérieur suisse. Au-delà des exportations, la demande intérieure devrait elle aussi rester positivement orientée, la consommation devrait s'affirmer quelque peu en 2019 et montrer une croissance un peu plus dynamique. Dans ce contexte, le PIB suisse devrait croître de +1.5% en 2019.

## Les indicateurs avancés restent incertains

La chute des indicateurs avancés du KOF se poursuit en début 2019. Le déclin est net puisque on observe désormais une chute de -16% de l'indice entre le sommet atteint en décembre 2017 (110.1), qui marquait le plus haut degré d'optimisme depuis 2010, et la valeur publiée en février 2019 de seulement 92.4. L'indice PMI manufacturier, enregistre un très léger rebond en février (55.4) sur un mois (54.3 en janvier), mais il reste très en retrait de son niveau de 64.6 atteint en août 2018. La croissance de l'industrie suisse devrait rester toutefois robuste, les carnets de commandes semblent bien remplis, laissant présager de bons résultats en matière de production. Malgré ces déclin, les indicateurs restent en zone de croissance et pointent toujours vers un développement du PIB suisse de l'ordre de +1.5%. Le tassement probable de l'activité et des résultats économiques, annoncé par l'affaiblissement des indicateurs avancés, suggère des résultats économiques inférieurs à ceux escomptés il y a quelques mois.

### PMI – KOF



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

## La consommation devrait aussi soutenir le PIB

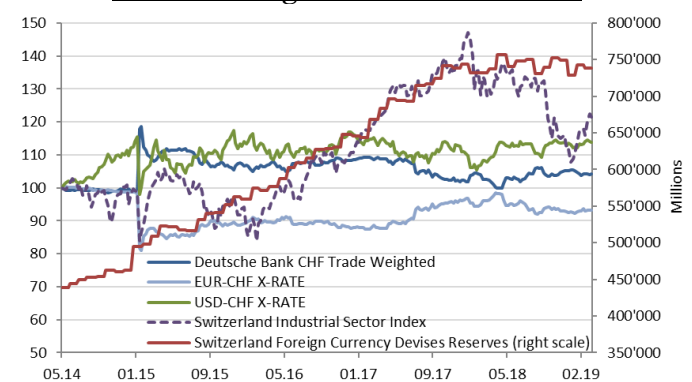
La consommation s'est légèrement affirmée au 4<sup>ème</sup> trimestre mais elle ne profite pas encore du taux de chômage historiquement bas (2.4%) depuis plusieurs mois, en raison certainement de la faible hausse des salaires nominaux. Le revenu disponible progresse toutefois, comme le crédit octroyé aux ménages qui a augmenté de +1.63% en 2018. La confiance des ménages n'évolue que peu mais nous estimons que la consommation privée devrait rester sur une tendance favorable soutenant le PIB.

## Stabilisation du franc suisse favorable au commerce extérieur

La croissance de l'économie suisse s'est avérée similaire à celle de la zone euro au 4<sup>ème</sup> trimestre, mais elle conserve une avance notable sur l'ensemble de l'année. Le différentiel de croissance économique n'a donc pas

été un facteur d'ajustement pour le taux de change et en l'absence de tendance marquée sur le front des taux d'intérêt, la stabilisation s'est poursuivie. Nous restons d'avis qu'une nouvelle phase de faiblesse future du franc dépendra encore de la performance économique relative et du différentiel de taux d'intérêt entre le franc et l'euro. Nous estimons toujours que la BNS ne remontera pas aussi rapidement ses taux directeurs que ne le fera la BCE, ce qui semble aujourd'hui peu probable en 2019. Entre temps, le taux de change devrait se stabiliser entre 1.12 et 1.17 contre euro. En ce qui concerne le dollar US, le différentiel de taux et de croissance est toujours un facteur positif pour le dollar. Si cette situation n'est pas nouvelle elle pourrait toutefois être suffisante pour soutenir une nouvelle tendance favorable au dollar.

### Taux de change et réserves de la BNS

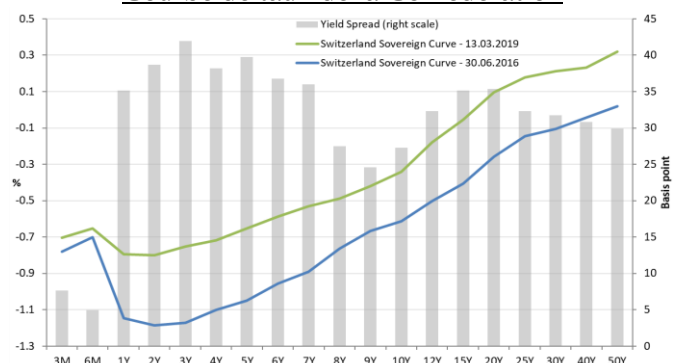


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

## Nouvelle anomalie sur les taux longs

La normalisation des taux longs en Suisse avait bien débuté à l'été 2016, mais cette première phase d'ajustement s'est rapidement stabilisée au niveau de 0% sur les taux à dix ans de la Confédération avant de subir un nouvel ajustement important au cours des cinq derniers mois. L'affaiblissement surprise de la croissance en zone euro et en Suisse, ainsi que le déclin de l'inflation également observé dans notre pays de +1.2% en août à seulement +0.6% en février 2019 ont poussé les rendements à long terme une nouvelle fois en territoire négatif pour les obligations de la Confédération à dix ans.

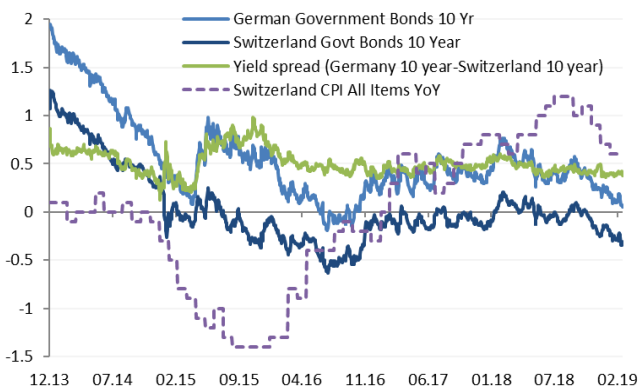
### Courbe de taux de la Confédération



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A



### Taux d'intérêt EUR-CHF 10 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La chute des marchés financiers a évidemment profité aux placements à revenus fixes en période de hausse de la volatilité. Ce qui est plus étonnant en ce début d'année, c'est le fait que les marchés de taux ne réagissent pas pour l'instant à l'amélioration du climat boursier et du retour des investisseurs sur les actifs risqués. Les taux longs sont en effet encore un peu plus bas en février qu'ils ne l'étaient à la fin décembre, une situation qui nous semble tout à fait anormale dans le contexte actuel. L'accélération du processus de normalisation devra donc certainement attendre une amélioration des statistiques conjoncturelles en Suisse mais également en zone euro. Dans cette perspective, nous estimons que les taux longs suisses devraient remonter au cours des prochains mois et retrouver les niveaux du début d'année 2018. La performance des marchés obligataires en francs suisses devrait ainsi être négative au cours des prochains mois.

### Nouveau record pour les actions suisses

En fin d'année, après la correction marquée des valeurs suisses, nous relevions que sans un ralentissement marqué de la croissance mondiale en 2019, nous estimions que les perspectives pour les actions suisses étaient favorables, en particulier pour les titres du SPI et les petites & moyennes capitalisations particulièrement touchées par le regain de volatilité récent. Le début d'année 2019 aura été aussi extraordinaire que la fin de l'année 2018 pour l'ensemble des marchés actions et en particulier pour le marché suisse.

La correction de près de -10% du SPI, réduite à -6.7% au 31 décembre, a rapidement fait place à une reprise fulgurante de +6.9% en janvier, suivie d'un mois de février en hausse de +4.28% et un début de mois de mars toujours placé sous le signe de la confiance et en hausse de +2.36% à ce jour. La panique a étonnement vite fait place à une certaine euphorie qui n'a pourtant pas de fondements si solides sur le plan conjoncturel. L'indice SPI a ainsi dépassé son niveau précédent la correction brutale de décembre, mais il réalise en mars de nouveaux records en dépassant également les sommets atteints en janvier 2018. La progression des cours est désormais de +17% depuis le point bas atteint le 27 décembre 2018.

Nous recommandons aujourd'hui d'adopter une stratégie moins exposée et un peu plus défensive après la progression ininterrompue des cours depuis dix semaines.

### Actions suisses



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### Nouveau record pour l'immobilier titrisé

Le constat est le même pour l'immobilier titrisé suisse qui enregistre un nouveau record à 390 pour l'indice SIX Real Estate Funds TR ainsi que pour l'indice des sociétés immobilières SXI Swiss Real Estate Shares TR à 2783. L'immobilier titrisé reste une alternative de choix aux placements à revenus fixes en francs suisses, mais la dynamique récente devrait cependant marquer le pas à court terme. Une consolidation temporaire des cours est désormais probable sur ces deux segments de marchés après les hausses de +10% enregistrées depuis le début de l'année.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux :

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

**Information importante :** Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

**BBGI Group**  
 Rue Sigismond-Thalberg 2  
 1201 Genève - Suisse  
 T: +41225959611 F: +41225959612  
 info@bbgi.ch - www.bbgi.ch